

TYGODNIK EKONOMICZNY

11 – 17 września 2017

Pierwsze posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej po wakacjach nie przyniosło żadnych niespodzianek – ton komunikatu pozostaje gołębi, a prezes NBP wciąż uważa, że stopy procentowe mogą pozostać bez zmian do końca 2018 r. Nasze przewidywania są podobne, a termin podwyżki stóp wyceniany przez rynek przesunął się nawet na wiosnę 2019.

Dzisiaj dzień przeglądu polskiego ratingu przez Moody's. Komunikat może się pojawić wieczorem, po zamknięciu sesji. Parę dni temu agencja mocno podniosła prognozy makro dla Polski, co niektórzy zinterpretowali jako zapowiedź tego, że dzisiaj nastąpi poprawa perspektywy, a może nawet samego ratingu. Naszym zdaniem zmiany jednak nie będzie, a lepsze prognozy makro i fiskalne równoważą wcześniejsze negatywne opinie Moody's nt. zmian w sądownictwie i sporu z KE.

W przyszłym tygodniu w kraju pojawi się niewiele publikacji. Inflacja – jak wiemy z wstępnego odczytu – wzrosła do 1,8% r/r, prawdopodobnie głównie za sprawą podwyżek cen paliw. Presja inflacyjna w pozostałych obszarach pozostaje jednak ograniczona, czego potwierdzeniem będzie spadek inflacji bazowej do 0,7% r/r. Stopniowy wzrost presji inflacyjnej możliwy jest kiedy napięcia na rynku pracy przełożą się w końcu na znacznie szybszą dynamikę wynagrodzeń, a to zajmie jeszcze trochę czasu. Dane o handlu zagranicznym pokażą zapewne mocną, dwucyfrową dynamikę eksportu i importu oraz mniejszy deficyt obrotów bieżących, co może lekko wesprzeć złotego. Za granicą uwagę przykują zapewne dane z USA pod koniec tygodnia – inflacja, sprzedaż detaliczna, produkcja.

Zmiana w retoryce banków centralnych na bardziej gołębią oraz ryzyka dla perspektyw wzrostu gospodarczego (w Europie mocne euro, w USA ostatnie huragany) wspierają niższe światowe rentowności. Na naszym rynku jest to dodatkowo wzmocnione bardzo niską podażą SPW i pozytywnymi perspektywami fiskalnymi. Środowisko niskich rentowności może się w najbliższym czasie utrzymać i dopiero bliżej końca roku rynki długu ponownie znajdą się pod presją, jeśli okaże się jasne, że Fed ma zamiar jednak podwyższyć stopy procentowe po raz kolejny w grudniu (czego rynek teraz kompletnie nie wycenia). Jeśli chodzi o PLN, najbliższe tygodnie mogą przynieść jego umocnienie za sprawą dobrych danych makro i łagodnej retoryki banków centralnych, po czym – podobnie jak dla SPW – możliwa jest korekta w końcówce roku za sprawą Fed.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
PONIEDZIAŁEK (11 września)							
9:00	CZ	CPI	VIII	% r/r	2,6	-	2,5
14:00	PL	CPI	VIII	% r/r	1,8	1,8	1,7
WTOREK (12 września)							
14:00	PL	Inflacja bazowa	VIII	% r/r	0,8	0,7	0,8
ŚRODA (13 września)							
11:00	EZ	Produkcja przemysłowa	VII	% m/m	0,2	-	-0,6
14:00	PL	Saldo obrotów bieżących	VII	mln €	-853	-532	-932
14:00	PL	Eksport	VII	mln €	15 222	14 900	16 627
14:00	PL	Import	VII	mln €	15 788	15 300	16 854
CZWARTEK (14 września)							
14:30	US	CPI	VIII	% m/m	0,3	-	0,1
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	-	-	298
PIĄTEK (15 września)							
14:30	US	Sprzedaż detaliczna	VIII	% m/m	0,1	-	0,6
15:15	US	Produkcja przemysłowa	VIII	% m/m	0,1	-	0,2
16:00	US	Wstępny indeks Michigan	IX	pkt	96,5	-	96,8

Źródło: BZ WBK, Reuters, Bloomberg

DEPARTAMENT ANALIZ EKONOMICZNYCH:

al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa fax 22 586 83 40

email: ekonomia@bzwbk.pl Web site: <http://www.bzwbk.pl>

Piotr Bielski 22 534 18 87

Marcin Luźniński 22 534 18 85

Grzegorz Ogonek 22 534 19 23

Konrad Soszyński 22 534 18 86

Marcin Sulewski 22 534 18 84

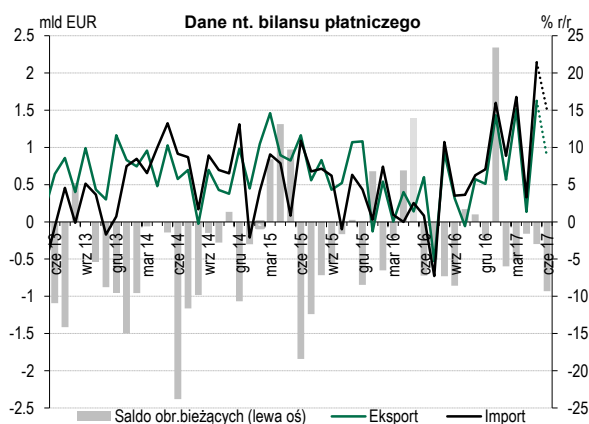
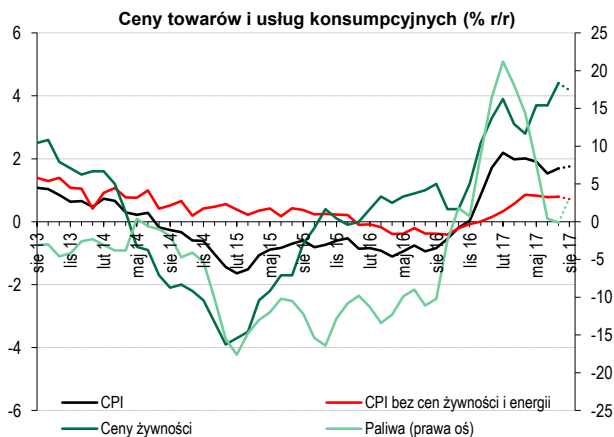
DEPARTAMENT USŁUG SKARBU:

Poznań 61 856 5814/30

Warszawa 22 586 8320/38

Wrocław 71 369 9400

Wydarzenia najbliższego tygodnia – Bilans płatniczy i decyzja Moody's

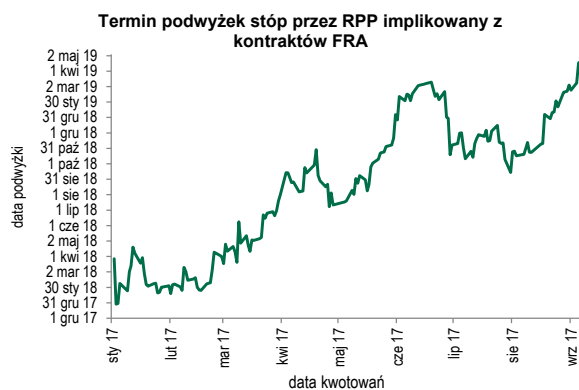


W tym tygodniu zobaczymy sierpniowe szczegółowe dane o CPI oraz inflację bazową. Naszym zdaniem wstępny odczyt na 1,8% r/r zostanie podtrzymany, a lekki wzrost z 1,7% r/r w lipcu wynikał przede wszystkim z wyższych cen paliw, przy braku wyraźnych tendencji wzrostowych w innych kategoriach. Inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii prawdopodobnie obniżyła się do 0,7% r/r.

Prognozujemy, że w lipcu deficyt obrotów bieżących był niższy niż w czerwcu, głównie ze względu na lepszy bilans dochodów, zwłaszcza niższe wypłaty dywidend i wyższe wpływy środków z UE. Spodziewamy się dwucyfrowych stóp wzrostu eksportu i importu.

8 września po zamknięciu rynku agencja Moody's ogłosiła decyzję w sprawie ratingu Polski. Krótko przed tym wydarzeniem agencja zrewidowała swoje prognozy. Prognoza wzrostu gospodarczego na rok 2017 została przesunięta z 3,2% do 4,3% a spodziewany poziom deficytu w tym roku został określony na 2,5% PKB. Zdaniem agencji rewizja prognoz ma pozytywne przełożenie na ocenę kredytową kraju. Nie jest to jednak naszym zdaniem argumentem za podwyżką perspektywy. Gdy agencja zdecydowała się zmienić perspektywę z negatywnej na stabilną w maju br. dostateczną argumentacją była deklaracja rządu utrzymywania deficytu sektora finansów publicznych poniżej 3% PKB i dobre wykonanie budżetu w pierwszych miesiącach 2017 r. przy solidnym wzroście PKB. Jednak w notatkach publikowanych przez Moody's pod koniec lipca br. była mowa o negatywnym ryzyku generowanym przez narastający spór z Komisją Europejską i zmiany w prawie dotyczącym sądownictwa. Nie wydaje nam się, żeby agencja uznała lepszy wzrost PKB w II kw. i projekt przyszłorocznego deficytu budżetowego na poziomie niższym niż 3% PKB za dostateczne przesłanki za podniesieniem perspektywy lub ratingu.

Ostatni tydzień w gospodarce – Stopy wciąż bez zmian



Zgodnie z oczekiwaniami, RPP pozostawiła we wrześniu stopy procentowe bez zmian, w tym główną na 1,50%. Komunikat z posiedzenia był wyjątkowo zwięzły i nie sugerował żadnych zmian w nastawieniu w polityce pieniężnej. Prezes NBP Adam Glapiński powtórzył na konferencji prasowej, że nie ma obecnie żadnych powodów, aby dyskutować nad podwyżkami stóp procentowych, ponieważ wzrost gospodarczy jest zrównoważony, a inflacja pozostaje niska. W jego ocenie, stopy procentowe mogłyby pozostać bez zmian nawet do końca 2018, chociaż nie wykluczył, że w połowie przyszłego roku dyskusja nt. zacieśnienia polityki pieniężnej mogłaby się nasilić.

Podsumowując, po wakacjach nie pojawiło się nic nowego w kwestii perspektywy polityki monetarnej w Polsce. Podtrzymujemy naszą opinię, że stopy NBP pozostaną bez zmian co najmniej do IV kw. 2018.

Cytat tygodnia – Nie ma powodu do dyskusji nt. zmian stóp

Adam Glapiński, prezes NBP, konferencja prasowa, 6 września

Wskazujemy kolejny raz, że gospodarka jest pozbawiona znaczących nierównowag. (...) Nie ma żadnego powodu żeby dyskutować o zmianie stóp procentowych. (...) Niektórzy (w Radzie) są jastrzębiami i gołębiami. Ale najsilniejsze jest centrum. (...) Rynek pracy jest potencjalną barierą w przyszłości.. W tej chwili tego nie ma, ale to może być problem. Są jeszcze duże rezerwy na rynku pracy.

Jerzy Kropiwnicki, członek RPP, konferencja prasowa, 6 września

Dopóki nie ma zjawiska kiedy wzrost płac rozpętuje spiralę w gospodarce, to nie ma powodów do obaw.

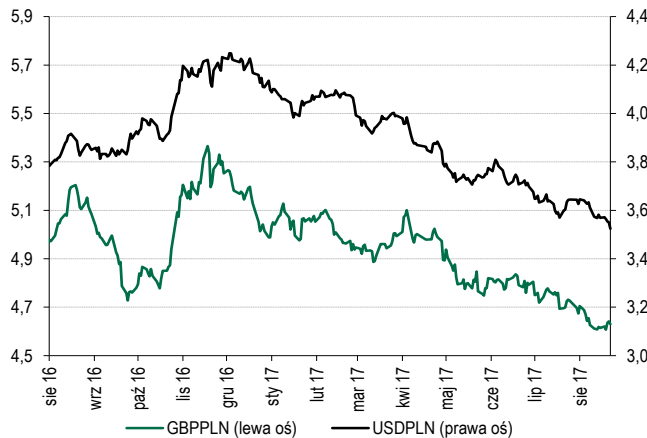
Słowa Adama Glapińskiego potwierdziły nasz wniosek, że w ramach RPP coraz mocniej rysują się podziały i powstał ośrodek jastrzębi (Gatnar, Hardt, Zubelewicz). Jednak prezes NBP podkreślił, że są oni w mniejszości a pozostali członkowie RPP nie podzielają ich poglądów. Rynek ocenił konferencję jako gołębią i przesunął wycenę pierwszych podwyżek stóp na kwiecień/maj 2019 r. Co ciekawe, członkowie RPP raczej nie przywiązują większej wagi do ryzyka związanego z kurczącymi się zasobami pracy. Naszym zdaniem rynek pracy będzie najważniejszym wąskim gardłem dla polskiej gospodarki w nadchodzących latach. Jednak jeśli presja płacowa zacznie narastać, co jest naszym scenariuszem bazowym, to wewnątrz RPP może zacząć się dyskusja o podwyżkach stóp.

Rynek walutowy – Spokojny tydzień przed nami

EURPLN



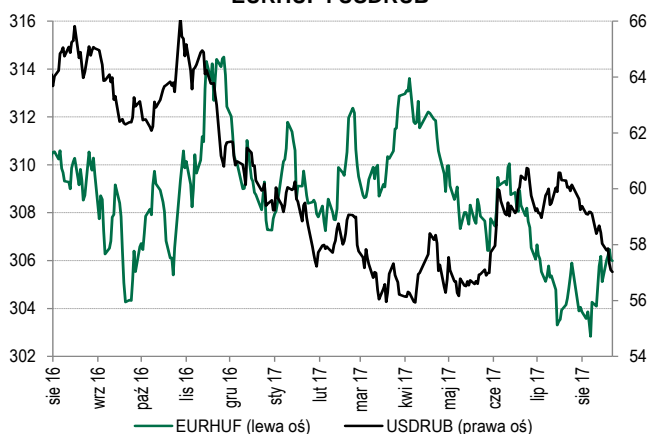
GBPPLN i USDPLN



EURUSD



EURHUF i USDRUB



Złoty chwilowo mocniejszy do euro

W zeszłym tygodniu wskazywaliśmy, że złoty może zyskiwać w najbliższym czasie i w ostatnich dniach EURPLN spadł na chwilę do 4,23, najniższego poziomu od połowy lipca. Główny wpływ na umocnienie krajowej waluty miał korzystny raport agencji Moody's. Złoty nie utrzymał jednak zysków do końca tygodnia i EURPLN odbił do ok. 4,25 pomimo gołębiej retoryki EBC. Tymczasem, USDPLN kontynuował ruch w dół i zbliżył się do 3,51, najniższego poziomu od końca 2014. Kurs CHFPLN pozostał stabilny blisko 3,72, a GBPPLN wzrósł do 4,66 z 4,60.

EURPLN przebił sierpniowy dołek na ok. 4,235, co naszym zdaniem otwiera drogę do dalszej zniżki. Dalej uważamy, że w nadchodzących tygodniach złoty może się umacniać dzięki pozytywnemu nastrojowi na globalnym rynku. Fale awersji do ryzyka następujące w reakcji na działania Korei Północnej są przejściowe, a ostatnie dane z globalnej gospodarki są wciąż dość dobre.

Najbliższy tydzień powinien być raczej spokojny, bowiem nie są planowane żadne ważne wydarzenia. Nie spodziewamy się, aby Moody's zmienił rating Polski czy jego perspektywę, więc będzie to raczej czynnik neutralny dla krajowego rynku walutowego.

Euro mocne mimo gołębiego EBC

Wynik posiedzenia EBC miał największy wpływ na EURUSD w minionym tygodniu. Ton komunikatu oraz komentarzy Mario Draghiego na konferencji prasowej był gołębi, ale wygląda na to, że dla rynku ważniejsze były nowe prognozy CPI i PKB. Od czerwca EURUSD wzrósł powyżej 1,20 z 1,12, podczas gdy szacunki inflacji obniżono jedynie o 0,1 pkt. proc., a prognozy wzrostu gospodarczego nie uległy pogorszeniu. Sugeruje to, że kurs euro nie jest dla EBC tak ważny, jak rynek sądził i bank centralny może nie być mocno zdeterminowany by zatrzymać trend wzrostowy EURUSD. W efekcie, kurs ustanowił nowe tegoroczne maksimum na prawie 1,21.

W tym tygodniu kalendarz wydarzeń jest dość ubogi i tylko dane z USA mogą zwrócić uwagę rynku. W dalszym ciągu sądzimy, że umocnienie euro jest przesadzone. Ruch w górę EURUSD rozpoczął się na początku 2017 i 36-tygodniowa procentowa zmiana jest największa od kwietnia 2011, kiedy kurs zakończył trend wzrostowy obserwowany w latach 2010-2011.

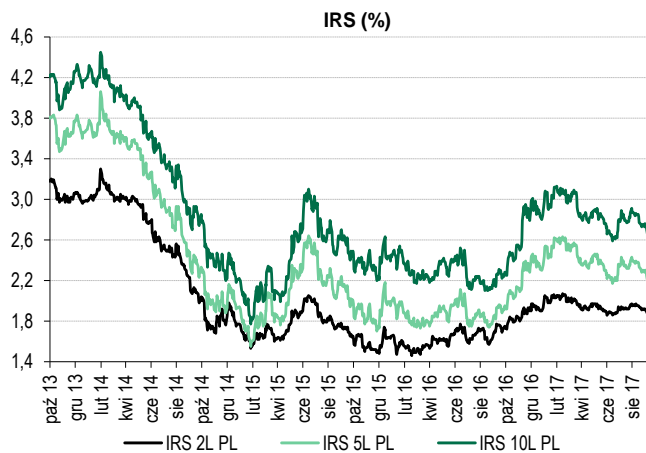
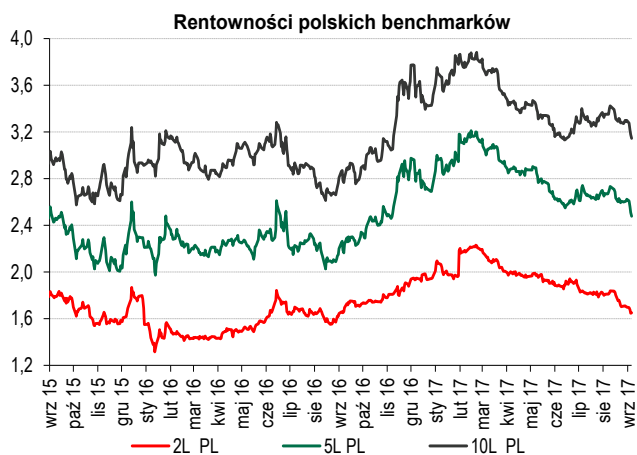
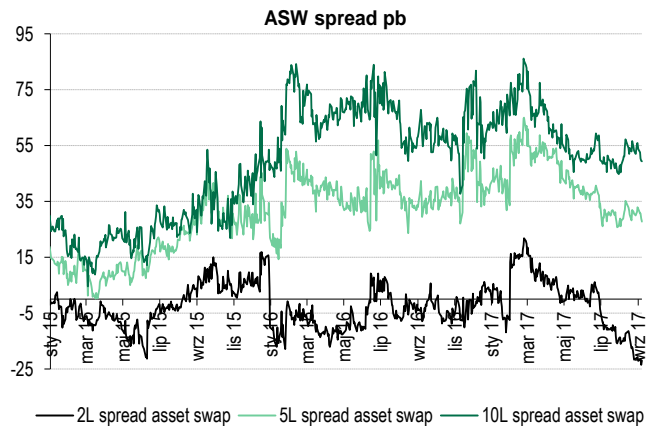
Rosnąca ropa umacnia rubla, forint słabszy, korona stabilna

W przypadku pozostałych walut regionu, rubel umocnił się do dolara i kurs USDRUB spadł do prawie 56,7 z 58 dzięki rosnącym cenom ropy. Prezes rosyjskiego banku centralnego powiedział, że stopy procentowe mogą zostać obniżone we wrześniu o 25 lub 50 pb, ale wypowiedź ta nie miała dużego wpływu na rubla.

Forint wciąż osłabiał się do euro, ale tempo wzrostu kursu EURHUF było wolniejsze niż w poprzednich tygodniach – różnica między tygodniowym dołkiem i szczytem była najmniejsza od sierpnia 2005 (wg danych Reuters).

EURCZK pozostał w trendzie bocznym nieco powyżej 26,0.

Rynek stopy procentowej – Rentowności mogą spadać



Spadki rentowności napędzane przez ECB ...

▪ Z Słabe dane makro z Stanów Zjednoczonych (liczba nowych bezrobotnych wzrosła z 245 tys. do 298 tys.) i Niemiec (gdzie dane o eksporcie pokazały minimalny wzrost na poziomie 0,2% m/m, podczas gdy inwestorzy oczekiwali 1,3% m/m, zaś zamówienia przemysłowe spadły o 0,7% m/m) pomogły posiadaczom obligacji w Europie i USA. Ponadto na konferencji prasowej EBC M. Draghi wspomógł spadki dochodowości przez powstrzymanie się od komentarzy, które mogłyby sugerować przyspieszenie zaostrzenia polityki monetarnej. Jednocześnie w trakcie konferencji prezes EBC wielokrotnie odwoływał się do ryzyk związanych z mocniejszym euro, co było interpretowane przez inwestorów jako obietnica odłożenia w czasie wycofywanie się z niekonwencjonalnej polityki monetarnej. Na krajowym rynku Moody's opublikował skrócony raport na temat Polski, który zawierał optymistyczne prognozy wzrostu PKB. Agencja podniosła prognozę wzrostu PKB dla polskiej gospodarki do 4,3% (co implikuje prognozę wzrostu w II połowie roku na poziomie 4,7%).

... w tym tygodniu oczekiwana kontynuacja

▪ W efekcie, polska krzywa rentowności osiągnęła tegoroczne minima w segmencie 2-5 lat, a długi koniec obniżył się do poziomów ostatni raz widzianych od połowy lipca. Największa część ruchu spadkowego rentowności miała miejsce w pierwszej części tygodnia i mogła być reakcją na raport Moody's. W porównaniu do poziomów z poprzedniego piątku, rentowności na długim końcu spadły o ok. 15 pb, na środku o 14 pb i 5 pb na krótkim końcu. Zmiany zanotowane w przypadku IRS były nieco mniejsze w segmencie 5-10 lat.

▪ Sądzymy, że tendencja spadkowa rentowności polskich obligacji będzie kontynuowana w kolejnych tygodniach w wyniku mniejszych szans, że EBC zacznie szybko wygaszać program skupu aktywów. Scenariusz spadku rentowności jest też wspierany przez niskie potrzeby pożyczkowe i zapowiedź Ministerstwa Finansów, że we wrześniu odbędzie się tylko aukcja zamiany obligacji. W pierwszej części nowego tygodnia ruch spadkowy rentowności może nieco wytracić impuls z powodu realizacji zysków.

Niniejsza publikacja przygotowana przez Bank Zachodni WBK S.A. ma charakter wyłącznie informacyjny i nie stanowi oferty ani rekomendacji do zawarcia transakcji kupna lub sprzedaży jakiegokolwiek instrumentu finansowego. Informacje przedstawione w niniejszej publikacji nie mają charakteru porad inwestycyjnych ani doradztwa. Podjęto wszelkie możliwe starania w celu zapewnienia, że informacje zawarte w tej publikacji nie są nieprawdziwe i nie wprowadzają w błąd, jednakże Bank nie gwarantuje dokładności i kompletności tych informacji oraz nie ponosi odpowiedzialności za wykorzystywanie tych informacji oraz straty, które mogły w konsekwencji tego wyniknąć. Prognozy ani dane odnoszące się do przeszłości nie stanowią gwarancji przyszłych cen instrumentów finansowych lub wyników finansowych. Bank Zachodni WBK S.A., jego spółki zależne oraz którykolwiek z jego lub ich pracowników mogą być zainteresowani którąkolwiek z transakcji, papierów wartościowych i towarów wymienionych w tej publikacji. Bank Zachodni WBK S.A. lub jego spółki zależne mogą świadczyć usługi dla lub zabiegać o transakcje z którąkolwiek spółką wymienioną w tej publikacji. Niniejsza publikacja nie jest przeznaczona do użytku prywatnych inwestorów. Klienci powinni kontaktować się z analitykami Banku oraz przeprowadzać transakcje poprzez Jednostki Banku Zachodniego WBK S.A. w jurysdykcjach swoich krajów, chyba że istniejące prawo zezwala inaczej. W przypadku tej publikacji zastrzeżone jest prawo autorskie oraz obowiązuje ochrona praw do baz danych.

W sprawie dodatkowych informacji, dostępnych na życzenie, prosimy kontaktować się z: Bank Zachodni WBK S.A., Pion Zarządzania Finansami, Departament Analiz Ekonomicznych, al. Jana Pawła II 17 00-854 Warszawa, Polska, telefon 22 534 1887, e-mail: ekonomia@bzwbk.pl, www.bzwbk.pl